

2018. 11. 30

## 한국 금통위(11월): The End of Hike(KOREA)

### ▲ 채권분석

Analyst **윤여삼**

02. 6098-6685

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 예상대로 기준금리 1.75%로 인상되었지만 시장금리 하락세 지속. 어두운 내년 경기 전망을 근거로 추가 금리인상이 쉽지 않다는 의견 다수
- ✓ 금리인상을 반대한 소수의견이 2명이나 존재한데다 금리인상을 단행한 이후 한은 총재 발언이 비둘기적이기 어렵다는 배경까지 감안할 때 추가인상 어려울 전망
- ✓ 내년까지 국고3년 금리는 1.7%대와 국고10년 1.8%대까지 추가하락 압력 높아질 것

### 금융안정을 위한 인상, 향후 거시안정을 위해 추가 인상 없을 것

11월 금통위는 기준금리를 현 1.50% → 1.75%로 25bp 인상. 인상의 배경으로 잠재 성장률에 부합하는 경기와 목표수준에 도달한 물가를 감안하여 금융안정 측면에서 금리인상을 단행하였다고 설명. 가계부채 누증과 부동산 같은 일부 자산으로 자금 쏠림 심화, 내외금리차 역전폭 확대 등을 인상의 근거로 판단

그렇지만 2019년 경제전망을 앞두고 높은 불확실성 요인을 고려할 때 통화정책 완화 정도의 추가 조정에 나서는 것은 쉽지 않을 것으로 판단. 당장 인상을 실시한 정책당국자가 거시경제 안정성을 염두에 둔 발언을 하는 것은 적절치 않음. 이번 인상의 효과 및 대내외 여건을 좀 더 지켜볼 시간이 필요

우리는 내년 국내경제가 올해보다 부진한데다 2% 중반에도 미치지 못할 위험성을 감안하여 2019년 통화정책은 동결의 휴지기에 들어갈 것으로 전망. 미국 금리인상이라는 부담이 있으나 국내 경제의존도가 높은 중국의 어려움은 국내 통화정책 방향에 시사점이 높을 것으로 판단

### 더욱 답답해진 국내 채권투자자, 일단 매수관점으로 접근할 것

예상한대로 한은이 금리 인상했지만 금통위 전일까지 국고3년 1.887%, 국고5년 1.975%, 국고10년 2.114%까지 하락. 3/10년 스프레드는 당사가 내년에 상반기 정도에 예상한 20bp 내외 스프레드까지 이미 줄여놓은 상황

증권사 및 운용사 단기운용 부문은 높아진 조달금리대비 운용금리가 낮아짐에 따라 역캐리(negative carry)를 걱정. 장투기관 역시 장단기금리차 축소 부담이 커진데다 30년 금리(전일 2.015%)가 2.0%를 깨고 내려갈 것에 대한 부담이 높음

글로벌 위험자산 조정국면이 마무리되지 않은데다 국내 통화정책 부담이 높지 않다는 점에서 시장금리 하방 압력은 높게 유지될 전망. 내년 상반기까지 국고3년 1.7%와 국고10년 1.8%대까지 하락할 여지 감안한 투자 필요

### 한국 통화정책 정상화 마무리 판단, 내년 연간으로 동결 전망

혼란스러운 한은 금리인상 전망  
11월 인상으로 마무리

올해 국내 통화정책 전망에 있어 8~10월 사이 고민이 컸다. 지난해 연간전망에서 한은이 통화정책 연결선상 금리인상을 단행하려면 경기여건이 받쳐주는 상반기에 해야 한다고 주장했다. 그러나 어려운 여건으로 기대는 계속 밀렸다.

결국 올해 8월 어려운 경기여건을 감안하여 연내 동결전망으로 의견을 수정했다가 9월 이후 정부 및 한은총재 발언을 감안하여 10월 초에 11월 인상전망으로 의견을 다시 재수정하는 헤프닝이 있었다. 결국 그렇게 실기 논란 속에서 11월 금통위는 1.75%로 금리인상을 단행했다.

2019년 한국 통화정책 동결전망 뒤로 갈수록 인하기대 확산

그럼에도 우리는 이번 금통위의 인상 결정은 지난해 11월에 이어 2차례 인상으로 마무리될 공산이 크다고 전망한다. 내년에 닥쳐올 국내 경기의 어려운 여건에다 미국보다는 국내 경제의존도가 높은 중국부담까지 고려할 때 하반기 정도에는 실제 인하까지는 어렵겠으나 인하기대감이 형성되는 정도를 예상한다.

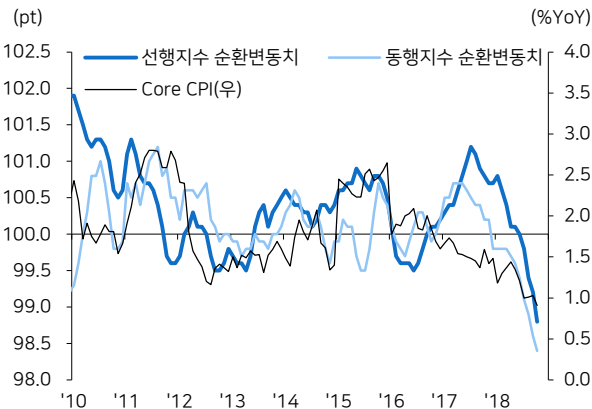
어두운 국내경기 여건에도 금융 안정을 근거로 인상 단행

많은 시장참가자들은 현재 경기종합지수만 보더라도 어려운 한국 경기여건 하에서 금리를 올리는 것이 맞았는가 하는 의문을 제기한다. 잠재성장률에 부합하는 경기와 목표수준의 물가라고 했으나 경기종합지수는 2008년 금융위기 이후 최저수준인데다 근원물가 역시 1% 내외에서 낮은 수준에 머물고 있다<그림 1>.

2019년 민간의 경제전망은 분명 올해보다 쉽지 않다는 의견이 많다. 당사만 해도 내년 국내 성장률은 2.4%로 올해 2.6%보다 부진할 것으로 예상 중이다. 이를 반영하여 주식시장의 경우 KOSPI가 올해 상반기 고점인 2600pt 대비 600pt 가량 급락했다가 최근 하락세가 진정된 정도이다.

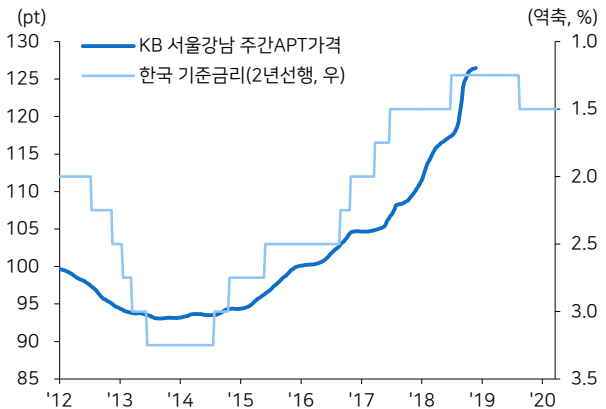
그럼에도 금통위는 금융안정을 근거로 11월 인상을 단행했는데 가계부채 누증과 부동산 같은 자산시장으로 자금 풀림 심화, 내외금리차 역전폭 확대 등을 근거로 들 수 있다. 그런데 벌써 서울 아파트 가격은 정부의 거시안정정책에 맞춰 상승세가 주춤해지고 있다<그림 2>.

그림1 국내 경기종합지수 둔화에 낮은 근원물가에도 금리 인상



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 서울 아파트가격 상승세 주춤, 하락으로 돌면 정책부담



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

서울 부동산 가격하락 반전은 곧  
국내 통화정책 방향성 전환 의미

우리는 아주 심플하게 서울 아파트가격 상승세가 주춤하는 것이 아니라 하락세로 돌아설 경우 국내 경기부양책이 정부의 재정정책뿐 아니라 다시 통화정책 완화가 필요하다는 인식을 자극할 것으로 보고 있다. 부동산 시장이 안정되면 가계부채 증가속도 역시 둔화될 것이라는 점에서 금융불안은 완화될 것이다.

내외금리차 역전 key factor 아님

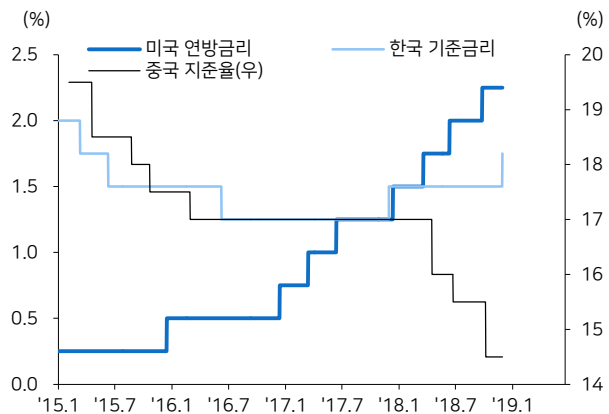
내외금리차 관련하여 금리역전폭의 위험의 트리거가 100bp라는 질문에 한은총재는 '그런 기준은 없다'라고 밝혔듯이 내년까지 한미 기준금리 역전폭 확대 부담은 크지 않을 것으로 본다. 경상수지 흑자와 재정건전화를 기반으로 한 건전한 한국 펀더멘탈은 외국인 자본이탈 우려를 제한할 것이다. 실제로 올해 성장성 둔화로 주식은 팔았지만 건전성을 감안한 채권자금 유입은 늘었다.

국내 통화정책 미국 인상보다  
중국의 완화에 좀 더 주목해야

한편, 내년 국내 통화정책에 중요한 기준은 미국의 금리인상 이외에 중국의 통화 완화를 주목할 필요가 있겠다<그림 3>. 올해 국내 채권투자자들은 미국 금리인상을 주목했지만 결국 주식도 금리도 중국패턴과 유사하게 움직여왔다. 한국 무역의 존도가 중국이 25%, 미국이 10%라는 점이 중요하다.

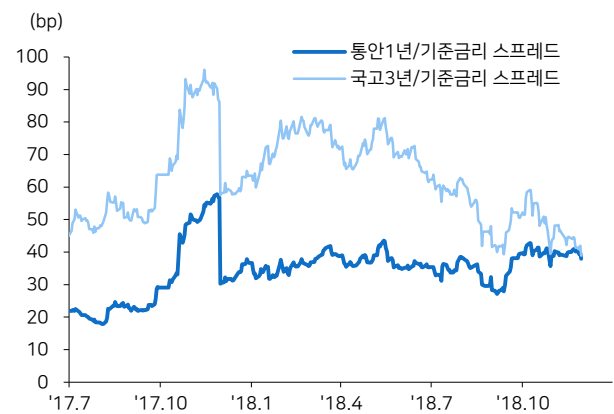
내년까지 중국 통화정책이 완화로 간다면 최근 미국 금리인상이 2019년 상반기에 쉬어갈 수 있다는 기대까지 고려하여 내년 하반기 국내 금리인하 기대감이 형성될 여지가 크다는 생각이다. 이를 감안하여 국고3년 금리가 이미 1.8%대까지 떨어진 부분을 주목할 필요가 있겠다<그림 4>. 미국 금리인상이 끝나기 전까지 시장금리 하향압력 및 커브 플래트닝 기대는 유지될 것이다.

그림3 미국은 금리를 올리고 있지만 중국은 완화정책 심화



자료: FRB, 한국은행, 중국 인민은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 국고3년 금리와 통안1년 금리가 같은 수준까지 붙어



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성사: 윤여선)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.